



UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI NAPOLI FEDERICO II
FACOLTÀ DI GIURISPRUDENZA

INNOVAZIONE E DIRITTO

I “MINIBOND”: CONFINI (MOBILI?) DELLE FATTISPECIE E PROFILI DI DISCIPLINA

di Luigi Scipione

ABSTRACT

With a series of measures aimed at encouraging companies' access to alternative sources of funding in relation to the banking channel, the legislator has expanded the opportunities for recourse to the debt market for the Italian non-listed companies, including small and medium size, by the issuance of short-term debt instruments (commercial papers), participatory subordinated bonds and similar securities (so-called minibond).

As a result of the new provisions definitional boundaries of the various types of bonds are blurred and sometimes overlapped, with the inevitable uncertainties about the legal regime applicable and the risks of its circumvention.

The purpose of this article is to “restore order” in the new regulatory framework in the field of bonds. The proposed analysis intends to operate a recomposition of the systematic framework of the Civil Code overcoming gaps or overlaps harbingers of ambiguity.

SOMMARIO: 1. Premessa – 2. Un tentativo di ricomposizione del quadro sistematico – 3. Le obbligazioni e i “titoli simili” con clausole di subordinazione e/o partecipative – 3.1. I minibond subordinati – 3.2. I minibond partecipativi – 4. La rimozione dei limiti quantitativi per l'emissione di obbligazioni

1. Premessa

Il tema dei cosiddetti “minibond” è diventato, o forse è tornato ad essere, di particolare attualità, dopo la recente conversione in legge, alla fine del febbraio 2014, del decreto legge denominato “Destinazione Italia”, il quale contiene alcune disposizioni che vanno ad integrare la disciplina dell'emissione dei titoli obbligazioni e simili emessi dalle società non quotate, sulla quale erano intervenuti precedentemente i c.d. “Decreti Sviluppo” adottati nel 2012 e poi convertiti in legge¹.

¹ Gli interventi riformatori che hanno avuto ad oggetto la disciplina civilistica e fiscale delle cambiali finanziarie nonché delle obbligazioni e dei titoli simili sono rappresentati da: 1) l'art. 32 del d.l. 22 giugno 2012,

Analogamente a quanto già avviene nei sistemi finanziari ed industriali europei più avanzati, l'obiettivo principale dei suddetti Decreti consiste nella rimozione degli ostacoli all'accesso al mercato dei capitali da parte di emittenti finora sostanzialmente esclusi, quali le società non aventi titoli rappresentativi del capitale sociale negoziati in mercati regolamentati o non regolamentati e le piccole e medie imprese. Rimangono invece escluse dall'ambito soggettivo di applicazione della nuova disciplina le banche e le microimprese (ossia le imprese che occupano meno di 10 dipendenti e realizzano un fatturato annuo oppure un totale di bilancio non superiore a due milioni di euro).

Quanto all'ambito di applicazione oggettiva, si segnalano: 1) la modifica e l'integrazione della disciplina delle cambiali finanziarie, con l'obiettivo di rendere maggiormente appetibile il ricorso a tale strumento come fonte di finanziamento a breve e medio termine; 2) l'introduzione di una disciplina specifica per l'emissione di obbligazioni e titoli simili, da parte di società non quotate - ivi incluse le PMI - (c.d. "minibond"), che prevedano clausole di partecipazione e di subordinazione².

Non si tratta, per vero, di strumenti "nuovi", in quanto già disciplinati dal nostro ordinamento, ma è sicuramente possibile definirli "di nuova portata". Infatti, la definizione e le caratteristiche delle cambiali finanziarie erano già contenute nella l. 13 gennaio 1994, n. 43³ e, con la successiva riforma del diritto societario - d.lgs. 17 gennaio 2003 n. 6 - era stata ampliata la gamma degli strumenti finanziari a disposizione delle imprese. Le caratteristiche di siffatti strumenti, in particolare le limitazioni patrimoniali all'indebitamento e gli adempimenti amministrativi richiesti, hanno, però, determinato una scarsa fruizione degli stessi da parte del

n. 83 (in seguito, il "Decreto Sviluppo"), come successivamente modificato in sede di conversione (l. 7 agosto 2012, n. 134); 2) l'art. 36, comma 3, del d.l. 18 ottobre 2012, n. 179 (in seguito, il "Decreto Sviluppo Bis" e assieme al Decreto Sviluppo i "Decreti Sviluppo"), come successivamente modificato in sede di conversione (l. 17 dicembre 2012, n. 221), che ha apportato alcune modifiche all'art. 32 del Decreto Sviluppo; 3) l'art. 12 del Decreto Legge 23 dicembre 2013, n. 145 (in seguito, il "Decreto Destinazione Italia") convertito con la l. 21 febbraio 2014, n. 9, che ha modificato, *inter alia*, la l. 30 aprile 1999, n. 130, l'art. 46 del Testo unico bancario (d.lgs. 1° settembre 1993, n. 385 - T.U.B.) e l'art. 32 del Decreto Sviluppo Bis.

² Cui vanno aggiunti: 3) la modifica del quinto comma dell'art. 2412 c.c., riguardante i limiti quantitativi all'emissione di obbligazioni; e 4) la modifica del trattamento fiscale di obbligazioni, cambiali finanziarie e titoli simili emessi da società diverse da banche, società quotate ed enti pubblici economici trasformati in società per azioni (c.d. "grandi emittenti"), il quale è stato sostanzialmente uniformato al più vantaggioso trattamento fiscale in precedenza applicabile esclusivamente alle emissioni da parte di tali "grandi emittenti".

³ Per una puntuale disamina della nuova disciplina delle cambiali finanziarie si rinvia a D. SPAGNUOLO, *La cambiale finanziaria tra forma cartolare e funzione finanziaria*, Torino, 2013; A. URBANI, *Le cambiali finanziarie nelle dinamiche del mercato*, Padova, 2013; C. L. APPIO, *Emissione di cambiali finanziarie e accesso delle piccole e medie imprese al mercato dei capitali*, Bari, 2013; L. SCIPIONE, *L'emissione di titoli a breve e medio/lungo termine: l'ampliamento delle opportunità di ricorso al debito per le società di medie e piccole dimensioni introdotte dal "decreto Sviluppo" n. 83/2012*, in *Innovazione e diritto*, 2012, n. 6, 152 ss.

sistema imprenditoriale.

La portata innovativa delle disposizioni in commento testimonia la sostanziale revisione della disciplina dedicata agli strumenti utilizzati per la raccolta tra il pubblico dei finanziamenti, con particolare riferimento allo stesso concetto di titolo obbligazionario, agli eventuali limiti alla sua versatilità, ampliando, al contempo, il panorama degli strumenti a tutela degli investitori e prevedendo la possibilità per la società di emettere obbligazioni convertibili senza dover rispettare il rapporto debito/*equity* di cui all'art. 2412 c.c.

A fronte delle novità sopraggiunte, al fine di rimettere ordine nel sistema – estremamente frammentario e da desumersi, volta a volta per via interpretativa – si ritiene utile interrogarsi sulla natura e profondità degli interventi normativi in questione. In particolare, si concentrerà l'analisi su quei punti di saldatura sottoposti a maggior tensione, rappresentati dalle situazioni di “contiguità giuridica” tra “vecchi” e “nuovi” strumenti con specifico riferimento in questa sede ai soli titoli obbligazionari.

2. Un tentativo di ricomposizione del quadro sistematico

Rispetto alla nozione originaria⁴, le obbligazioni hanno subito nel corso degli anni una progressiva evoluzione nel segno di quello che è stato descritto come «un progressivo processo di “scoloritura” delle stesse, a causa di un avvicinamento, anche sotto l'aspetto strutturale, ai titoli di capitale e, più in generale, a favore di una maggiore flessibilità della categoria»⁵. Tale processo, come sottolineato da più autori, è stato in larga parte il risultato di una continua evoluzione della prassi commerciale e il frutto del recepimento delle istanze del mercato e dei risparmiatori.

Posto in questi termini, l'intervento attuato dal legislatore con i suddetti Decreti è stato per lo più salutato come finalizzato ad introdurre “nuovi dispositivi” – lasciando quindi intendere che prima fossero indisponibili agli operatori – che avrebbero il pregio di potenziare le modalità di accesso a nuove fonti di finanziamento.

Invero, il termine “minibond”, vocabolo esotico utilizzato per definire i nuovi strumenti, è un'espressione atecnica, di cui non vi è traccia nelle diverse disposizioni interessate, e che non si riferisce ad una nuova tipologia di titoli. La categoria di nuovo conio comprende le

⁴ La tipologia «normale» di obbligazione, prevista dal legislatore del '42, è quella che attribuisce all'obbligazionista il diritto di credito nella stessa incorporato, che è diritto alla percezione periodica dell'interesse, ove previsto, ed alla restituzione del capitale a scadenza.

⁵ Così E. LA SALA e F. BRUNO, *Dall'obbligazione plain vanilla all'obbligazione strutturata*, in *Società*, 6, 2009, 689.

obbligazioni in genere ed i titoli c.d. simili (ovvero i titoli di debito delle s.r.l. alle condizioni previste dall'art. 2483 c.c. e gli strumenti finanziari partecipativi ex 2346 c.c. aventi natura di finanziamento)⁶, nonché la particolare tipologia delle obbligazioni partecipative e con clausole di subordinazione, peraltro già previste dall'art. 2411 c.c. La novità è casomai da individuarsi esclusivamente in alcuni profili di trattamento contabile e fiscale, con finalità incentivante, certamente condivisibile.

Eppure, nei primi commenti si è fatta strada una incomprensione del contenuto e della reale portata dell'intervento normativo. In effetti, la scarsa qualità della tecnica legislativa – visto il tenore letterale della norma – ha prodotto non poche ambiguità interpretative. Lascia perplessi, in particolare, la preferenza dell'Agenzia delle Entrate, a ridosso dell'emanazione del d.l. n. 83/2012, per una tipizzazione di portata civilistica⁷: «l'intervento normativo individua le caratteristiche civilistiche che i suddetti titoli devono possedere ai fini della loro qualificazione come vere e proprie obbligazioni (rientranti, quindi, nell'ambito dell'art. 2411, comma 1 e 2, c.c.)»⁸.

⁶ Tale interpretazione trova conferma nella previsione per cui agli emittenti le obbligazioni subordinate va applicato l'art. 2435 c.c., il quale prescrive l'obbligo di pubblicazione del bilancio, dell'elenco soci e dei titolari di diritti su azioni. Questo però è un adempimento già a carico di tutte le società per azioni (emittenti o meno titoli subordinati) e, quindi, non costituirebbe nient'altro che un'inutile ripetizione a meno di non ipotizzare che la norma si riferisca proprio anche ad altri emittenti diversi dalle società per azioni e non tenuti, di norma, all'analogo adempimento (quali, appunto, le società a responsabilità limitata). Il d.l. 83/2012 fa comunque salvi i limiti quali-quantitativi fissati dalla legge per le emissioni e, quindi, l'art. 2412 c.c. per i soggetti in forma di società per azioni, mentre per quelli in forma di società a responsabilità limitata l'art. 2483 c.c.

⁷ Per tutti v. A. GIANNELLI, *Le obbligazioni ibride tra obbligo di rimborso e partecipazione sociale*, Milano, 2013, 100, nt. 7, che ipotizza nelle intenzioni della norma una volontà tipicizzatrice civilistica d'ordine generale finalizzata proprio a riconoscere cittadinanza ad una fattispecie che, nel sistema attuale post-riforma, non era invece ammessa. In senso parzialmente contrario cfr. ASSONIME, *Le innovazioni sulla finanza d'impresa: cambiali finanziarie, obbligazioni subordinate e partecipative*, Circolare 16 dicembre 2013, n. 39, 39. Mentre in aperto dissenso è la posizione di P. CARRIÈRE, *I minibond e le "nuove" obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, in *Società*, n. 2/2014, 187, secondo cui risulterebbe «fuori da qualsiasi intenzione la volontà del legislatore di intervenire con tale estemporanea incursione a tipizzare, con portata civilistica generale, la fattispecie obbligazionaria. E peraltro un tale intervento, venendo a circoscrivere e a ridurre gli spazi di autonomia negoziale degli operatori, si porrebbe in evidente diretta contrapposizione con lo spirito riformatore del 2003 che, come ben noto, tra le sue linee direttrici aveva proprio quella di ampliare e incentivare gli spazi dell'autonomia negoziale. (...) L'accoglimento della tesi qui criticata avrebbe infatti come conseguenza diretta e inevitabile che ogni obbligazione subordinata e/o partecipativa che non rispondesse ai rigidi paletti oggi posti la norma non potrebbe (più) qualificarsi come tale e dovrebbe allora ritenersi, se non illecita, ricacciata nella palude dell'atipico».

⁸ Cfr. Circolare n. 4/E dell'Agenzia delle Entrate del 6 marzo 2013, 8 s. Come chiarito dall'Agenzia, i titoli di debito emessi da società a responsabilità limitata si considerano «titoli simili» alle obbligazioni, qualora dotati delle caratteristiche di cui all'art. 44, comma 2, lett. c), n. 2), del d.p.r. 22 dicembre 1986, n. 917 (Testo unico delle imposte sui redditi – TUIR), e di seguito indicate: (i) sono emessi in massa; (ii) contengono l'obbligazione incondizionata di pagare alla scadenza una somma non inferiore a quella in essi indicata, con o senza la corresponsione di proventi periodici; e (iii) non attribuiscono ai possessori alcun diritto di partecipazione diretta o indiretta alla gestione o al controllo dell'emittente o dell'affare in relazione al quale siano emessi.

Al contrario, lo spirito della norma, come sopra illustrato, sembra escludere *in nuce* qualsiasi intenzione di tipizzazione (nel senso di “delimitare un ambito più ristretto”), con portata civilistica generale, della fattispecie obbligazionaria. Piuttosto sembra cogliersi la volontà di ampliare e incentivare gli spazi dell'autonomia negoziale nel settore degli strumenti di raccolta finanziaria, peraltro in diretta corrispondenza con lo spirito riformatore del 2003.

Alle stesse conclusioni si perviene anche ricorrendo ad un'interpretazione sistematica delle nuove disposizioni. Basti pensare al superamento dei limiti quantitativi di emissione di cui al comma 5 novellato dell'art. 2412 c.c., di cui si dirà più avanti, quando la deroga riguardi obbligazioni destinate alla quotazione o convertibili, cui va riconosciuto senza esitazioni portata “civilistica” generale nel momento in cui interviene ad emendare proprio e direttamente il codice civile.

3. Le obbligazioni e i “titoli simili” con clausole di subordinazione e/o partecipative

Consolidando l'ammissibilità di fattispecie già ampiamente utilizzate nella prassi e che la riforma del diritto societario del 2003 ha espressamente riconosciuto come legittime, il Decreto Sviluppo introduce all'art. 32, commi 19-25, nuove disposizioni per l'emissione di obbligazioni: con clausole di subordinazione (comma 20)⁹; con clausole di partecipazione ai risultati dell'impresa (commi 21-23 e 25); con entrambe le clausole e con il vincolo «di non distribuire il capitale sociale se non nei limiti dei dividendi sull'utile dell'esercizio» (comma 24) da parte delle società non quotate – diverse dalle banche e dalle micro imprese (con meno di 10 occupati e fatturato o totale di bilancio annuo non superiori a 2 milioni) – purché con scadenza non inferiore a 36 mesi¹⁰.

Le previsioni di dettaglio per i minibond, riguardanti la remunerazione dell'investimento e i vantaggi fiscali legati a detti strumenti, non sono state riflesse anche nel codice civile, sicché sono valide esclusivamente per le PMI che faranno ricorso a tali strumenti.

Per effetto del recepimento delle suddette novità, l'art. 2411 c.c. riformato stabilisce, al primo comma, la legittimità delle obbligazioni postergate o subordinate che pospongano la (integrale o parziale) restituzione agli obbligazionisti del capitale e il pagamento degli interessi

⁹ Per un approfondimento sul tema si veda ASSONIME, *Le innovazioni sulla finanza d'impresa: cambiali finanziarie*, cit., 33 s.; S. LUONI, *Titoli speciali di obbligazioni*, in *Società per azioni, Costituzione e finanziamento, Nuova giurisprudenza di diritto civile e commerciale*, Torino, 2013, 421; M. SARALE e R. RIVARO, *Le obbligazioni*, in O. CAGNASSO e L. PANZANI (diretto da), *Le nuove s.p.a.*, Bologna, 2010, 497 ss.

¹⁰ Sebbene il tenore letterale del comma 19 dell'art. 32 lasci intendere che il limite minimo di durata riguardi solo le obbligazioni che contemplino entrambi tali clausole.

alla soddisfazione di altri creditori della società. Al secondo comma, consente che i tempi e l'entità del pagamento degli interessi possano variare in dipendenza di parametri oggettivi anche relativi all'andamento economico della società. Con il terzo comma, estende l'ambito di applicazione delle norme in materia di obbligazioni anche agli strumenti finanziari che condizionano i tempi e l'entità del rimborso all'andamento economico della società.

Ne segue l'indicazione di massima secondo cui nelle obbligazioni può certamente essere indicizzata la remunerazione dell'investimento, mentre il rimborso, al limite, è condizionabile solamente al soddisfacimento di altri creditori, come nel caso di obbligazioni subordinate o postergate.

3.1. I *minibond* subordinati

I minibond subordinati sono titoli contenenti una clausola di subordinazione, ai sensi della quale vengono definiti i termini di postergazione dei diritti (rimborso del capitale e degli interessi) del portatore del titolo alla soddisfazione dei diritti degli altri creditori della società, rimanendo fermo il diritto prioritario al rimborso degli obbligazionisti rispetto ai soci.

Problemi di delimitazione della fattispecie impongono di svolgere alcune considerazioni. In primo luogo, come si evince chiaramente dalla lettera della norma, l'efficacia della clausola di subordinazione può essere condizionata al verificarsi di eventi futuri o al superamento di parametri oggettivi. Il modello di riferimento è costituito dagli strumenti ibridi di patrimonializzazione e finanziamento delle banche *ex art. 12 T.U.B.* Secondo parte della dottrina sarebbe possibile ancorare la subordinazione anche ad eventi/circostanze di carattere oggettivo attinenti alla situazione economica, finanziaria o patrimoniale della società (*e.g.* perdite che intacchino il capitale, superamento di determinati parametri nel rapporto debito/*equity*). Secondo altri commentatori la postergazione è invece ammissibile solo in caso di liquidazione dell'emittente stesso. In ogni caso l'unico limite invalicabile di subordinazione è costituito dal fatto che tale clausola non possa arrivare a modificare la natura del credito insito nel prestito obbligazionario.

In secondo luogo si pone la questione relativa al massimo grado di subordinazione ammissibile perché il titolo obbligazionario possa davvero definirsi tale. In effetti, la subordinazione del soddisfacimento dei creditori obbligazionisti non può operare indefinitamente, perché altrimenti vi sarebbe una completa sovrapposizione tra la posizione dei *fixed claimants* e quella dei *residual claimants*, rappresentati dagli azionisti.

L'identificazione della natura obbligazionaria dei prestiti postergati o subordinati rappresentati da titoli di credito non costituisce affatto una novità assoluta. Anzi, si può serenamente affermare che, in ordine alla natura e al contenuto specifico del titolo obbligazionario, già in occasione della riforma del 2003 il legislatore, pur senza fornire una disciplina specifica in merito, avesse valorizzato l'elaborazione dottrinale formatasi in epoca risalente: le obbligazioni subordinate o postergate, pur comportando una maggiore esposizione al rischio economico di insolvenza del debitore, sono coerenti con la *causa mutui*, restando comunque inviolato il diritto dell'obbligazionista ad essere rimborsato alla scadenza del prestito. Sul punto la dottrina maggioritaria ritiene incontestabile che i prestiti subordinati costituiscano debiti e non conferimenti di capitale in senso giuridico, dato che la clausola di postergazione non consente di mutare la qualificazione indicata dalle parti al rapporto e di assoggettare tali mezzi alla disciplina propria del capitale sociale.

Nel processo di “affievolimento” della differenza tra capitale di rischio (azioni) e capitale di credito (obbligazioni), a colmare il solco indicato è intervenuta anche la disciplina degli strumenti finanziari, partecipativi e non (artt. 2346, ult. comma, e 2411, comma 3, c.c.), che condizionano i tempi e l'entità del rimborso del capitale all'andamento economico della società. In particolare, nell'estendere, come detto, la disciplina delle obbligazioni alla regolamentazione degli strumenti in parola (con ciò risolvendo definitivamente l'annosa questione circa l'appartenenza o meno, allo “statuto normativo” del prestito obbligazionario, di tutte quelle operazioni di finanziamento della società che non prevedessero necessariamente un diritto al rimborso), il legislatore ha comunque consentito la libera determinazione del contenuto patrimoniale degli strumenti che, nei limiti del disposto di cui all'art. 2351 c.c., possono conferire un diritto di voto su argomenti specificamente indicati, senza che sussista un obbligo di rimborso a carico della società. Tale categoria rappresenta, secondo i più, una “zona grigia” tra azioni ed obbligazioni, che partecipa ora delle caratteristiche delle une ora di quelle delle altre: delle prime, quando venga attribuito un diritto amministrativo (diritto di voto, in sede di assemblea speciale); delle seconde, con l'eventuale previsione di un diritto di rimborso del capitale.

A detta di un orientamento minoritario, il legislatore, pur ponendo una linea di confine – sufficientemente marcata – tra obbligazioni e strumenti finanziari di cui al comma terzo dell'art. 2411 c.c., non ha espressamente vietato di utilizzare il termine «obbligazioni» per quegli strumenti che espongono l'investitore al rischio di perdere il capitale per l'andamento

negativo dei parametri cui il diritto al rimborso è agganciato. Si è giunti così a sostenere: *i*) per un verso, la possibilità che gli strumenti finanziari di cui al terzo comma – in presenza di conferimenti in denaro e diritto del rimborso – si sovrappongano alla fattispecie delle obbligazioni; *ii*) per l'altro, la teorica possibilità che la postergazione delle obbligazioni venga estesa fino alla perdita, totale o parziale, del capitale. Si tratta, in effetti, di due situazioni-limite.

Alla luce delle considerazioni fin qui svolte, i minibond subordinati possono pacificamente farsi rientrare nel *genus* delle obbligazioni¹¹ in quanto la clausola di subordinazione (ad una condizione riferita alla situazione patrimoniale del debitore) non travolge il diritto del portatore del titolo ad ottenere la restituzione del *tantundem*. Ma tale diritto non può mai mancare né può essere reso aleatorio attraverso il condizionamento all'andamento economico della società, dovendosi in tal caso ricondurre la fattispecie a quella non già delle obbligazioni ma degli strumenti finanziari di cui al terzo comma.

In definitiva, la lettura coordinata dei tre commi dell'art. 2411 del c.c. porta ad escludere dalla fattispecie obbligazionaria quegli strumenti che prevedono anche la perdita del capitale, dato che il secondo comma di tale articolo chiarisce che il massimo rischio dell'obbligazionista è quello della perdita della remunerazione. Rimane fermo, dunque, il principio di fondo in forza del quale le obbligazioni sono identificate in funzione del diritto al rimborso del capitale come valore minimo assicurato.

3.2. I *minibond* partecipativi

La necessaria riconducibilità dell'emissione di obbligazioni ad una *causa mutui*¹² già prima della riforma non ha impedito alla dottrina di individuare titoli obbligazionari nei quali risulta

¹¹ Si veda la precisazione di cui al comma 20, seconda parte, dell'art. 32 d.l. 83/2012.

¹² Come sottolineato da G. F. CAMPOBASSO, *Le Obbligazioni*, in *Trattato delle Società per Azioni* diretto da G. E. COLOMBO e G. B. PORTALE, vol. 5, Torino, 386, le obbligazioni sono notoriamente classificate come titoli a causalità apparente o in senso debole, in quanto essa: *i*) non impedisce che l'emissione dei singoli titoli possa trovare giustificazione in rapporti causali di diversa natura; *ii*) non espone il portatore alle eccezioni che derivano dal rapporto extracartolare posto in essere tra emittente e primo prenditore. Deve, pertanto, ritenersi che la causalità dei titoli obbligazionari è riconducibile unicamente alla *causa mutui*, con conseguente assoggettamento *ex lege* del credito cartolare alla disciplina del mutuo, a prescindere dalla circostanza che esista o meno nello specifico una causa di mutuo. La dottrina, nel valutare la compatibilità della causa mutuataria con i prestiti irredimibili e con quelli subordinati si è divisa, tra quanti escludono la causa mutuataria di tali prestiti e quanti ne confermano tale natura, pertanto, compatibile con la fattispecie obbligazionaria. Secondo un'ulteriore impostazione occorrerebbe ormai ritenere infranta l'equazione "mutuo-obbligazione", con la conseguenza che quest'ultima diventerebbe forma giuridica per la cartolarizzazione di prestiti collettivi con l'obbligo di restituzione, del tutto neutra rispetto alla qualificazione del rapporto sottostante.

indicizzato non solo la remunerazione dell'investimento¹³, ma anche il capitale da rimborsare.

I minibond partecipativi racchiudono una clausola di partecipazione ai sensi della quale viene regolata la parte di corrispettivo spettante al portatore del titolo. Il legislatore si dimostra flessibile in relazione sia alla tempistica della corresponsione degli interessi sia alle modalità di determinazione del *quantum* degli stessi. Non è detto, infatti, che gli interessi debbano essere fissi; essi, al contrario, possono variare in relazione a parametri oggettivi, il più suggestivo dei quali è, per l'appunto, l'andamento della società¹⁴.

Come si è già illustrato, il secondo comma dell'art. 2411 c.c. consente l'emissione di obbligazioni in cui "i tempi e l'entità del pagamento degli interessi" possono variare in dipendenza di parametri oggettivi, anche relativi all'andamento economico della società. In tale modo si autorizza espressamente l'emissione di obbligazioni partecipanti, in cui la remunerazione del capitale è parametrata.

L'art. 32, comma 21, del d.l. n. 83/2012 prevede che il corrispettivo relativo ai minibond partecipativi si compone di una parte fissa, che deve essere rappresentata da un tasso di interesse che non può risultare inferiore al TUR *pro tempore* vigente, e di una parte variabile commisurata al risultato economico dell'esercizio dell'emittente, nella percentuale indicata nel regolamento del prestito (o atto di emissione).

¹³ Cfr., tra gli altri, M. CIAN, *Gli strumenti finanziari di s.p.a.: pluralità delle fattispecie e coordinamento delle discipline*, in *Giur. Comm.*, 2005, I, 403; G. F. CAMPOBASSO, *Emissione di prestito obbligazionario in linea capitale da parte di s.p.a.*, in *Giur. Comm.*, 1983, II, 751 ss.; P. CASELLA, *Le obbligazioni indicizzate all'indice?*, in *Giur. Comm.*, 1983, II, p. 757; G. FERRI, *La legittimità delle obbligazioni indicizzate*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, II, 492; F. CHIOMENTI, *Titoli obbligazionari c.d. "bull and bear": vere obbligazioni o titoli per operazioni di borsa?*, in *Riv. dir. comm.*, 1987, I, 141; A. MIGNOLI, *La "partecipazione agli utili" nelle società di capitali*, Milano, 1966, 174 ss.; D. PETTTI, *I titoli obbligazionari delle società per azioni*, Milano, 1964, 90 ss., nonché 180 ss.; M. BUSSOLETTI, *Obbligazioni convertibili, con warrant, con partecipazione agli utili*, in *Riv. dir. comm.*, 1988, I, 261 ss. e 288 e ss.; D. GALLETI, *"Elasticità" della fattispecie obbligazionaria, profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in *Banca Borsa e titoli di credito*, 1997, I, 248; A. GIANNELLI, sub art. 2411, in M. NOTARI e L. A. BIANCHI (a cura di), *Obbligazioni Bilancio*, in P. MARCHETTI, L. A. BIANCHI, F. GHEZZI e M. NOTARI (diretto da), *Commentario alla riforma delle società*, Milano, 2006, 57.

¹⁴ Allargando il campo d'indagine, la questione coinvolge temi più generali, quali la definizione di finanziamento "vero e proprio" in contrapposizione con altri apporti di natura "ibrida", costituiti da finanziamenti in cui non sia ravvisabile una vera e propria *causa mutui*. Tali sono, ad esempio, gli strumenti finanziari del terzo comma dell'art. 2411 c.c., qualificati, sotto il profilo causale, dall'assolvere ad una funzione di finanziamento, il cui rimborso non è, però, assicurato e caratterizzato dall'assenza di diritti "partecipativi" di natura amministrativa (come il diritto di partecipare alle assemblee, di impugnare le deliberazioni, ecc.). A causa dell'incertezza dei tempi e dell'entità del rimborso del capitale, poiché contrassegnati da un'elevata dose di partecipazione al rischio economico della società, tali strumenti esulano dai confini del contratto di mutuo e, conseguentemente, non rientrano nel novero dei titoli obbligazionari, risultando a questi solo assimilati in punto di disciplina applicabile per quanto attiene, ad esempio, ai limiti all'emissione e alla struttura organizzativa.

Non sembrano, peraltro, esservi ragioni per escludere l'emissione di strumenti "ibridi", in cui tempi ed entità del rimborso siano condizionati a parametri esterni, quali l'andamento economico di altre società. Tale caso risulta, però, estraneo alla previsione dell'art. 2411, comma 3, e può trovare collocazione nell'area residuale dei titoli atipici, ammissibili anche se non espressamente disciplinati.

La legge fissa un ulteriore limite alla discrezionalità delle parti, prevedendo che la suddetta somma (parte variabile) sia proporzionata al rapporto tra obbligazioni partecipative in circolazione e capitale sociale, aumentato della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato.

È stato inoltre precisato che le regole di calcolo della parte variabile non possono essere modificate per tutta la durata dell'emissione e devono dipendere da elementi oggettivi connessi all'andamento dell'impresa emittente.

Nel quadro di questa articolata disciplina vanno altresì ricomprese le obbligazioni con «clausole di partecipazione» e «di subordinazione» associate al «vincolo di non ridurre il capitale sociale se non nei limiti dei dividendi sull'utile d'esercizio» e per le quali la componente "variabile" è solo una parte della remunerazione complessiva¹⁵. In tal caso gli interessi dei sottoscrittori saranno in parte commisurati al risultato economico dell'azienda e il rimborso del capitale investito sarà postergato rispetto ad alcuni o parte dei creditori della società. Il legislatore prescrive per quest'ultima categoria di obbligazioni un dettagliato trattamento contabile e anche fiscale, precisando che la componente variabile del corrispettivo debba costituire oggetto di specifico accantonamento per onere nel conto dei profitti e delle perdite della società emittente; essa rappresenta un costo e, ai fini dell'applicazione delle imposte sui redditi, è pertanto computata in diminuzione del reddito dell'esercizio di competenza¹⁶.

Nell'intento di meglio caratterizzare i nuovi strumenti finanziari, il legislatore riprende, dunque, l'impostazione – già presente in dottrina ed in giurisprudenza e contenuta nella riforma del 2003 – che riconosce la legittimità delle accennate forme di indicizzazione del rendimento delle obbligazioni, ma precisa con maggiore circospezione il perimetro entro cui può venire esercitata l'autonomia privata sotto il profilo dell'oggetto dell'indicizzazione e dei criteri che possono essere utilizzati quale base per l'indicizzazione stessa.

¹⁵ Così descritte dal comma 24 dell'art. 32 del d.l. 83/2012 e definite da P. CARRIÈRE, *I minibond e le "nuove" obbligazioni partecipative*, cit., 185, come obbligazioni "partecipative rafforzate". Per una ricostruzione del quadro sistematico cfr. G. D'Angelo, *Obbligazioni partecipative: utile deducibile dal reddito*, in *Norme e Tributi*, 15 gennaio 2013; A. GULISANO e R. CACCIA, *Obbligazioni subordinate e con clausola di partecipazione all'utile*, in *Bilancio e reddito d'impresa*, n. 11/2012, 34; M. SARALE e R. RIVARO, *Le obbligazioni*, cit., 226; S. LUONI, *Tipi speciali di obbligazioni*, cit., 432.

¹⁶ Come segnala G. D'ANGELO, *Obbligazioni partecipative: utile deducibile dal reddito*, in *Il Sole 24 Ore*, 5 settembre 2012, anche in questo caso «Il linguaggio atecnico lascia spazio ad alcuni dubbi applicativi. Poiché il capitale non si "distribuisce", ma si "riduce", forse l'estensore della norma intendeva porre come condizione che la società non deliberasse riduzioni del patrimonio netto diverse da quelle causate dalla distribuzione degli utili dell'esercizio, al netto della parte variabile della remunerazione delle obbligazioni».

Sebbene il rinvio a questi criteri convenzionali possa, in teoria, comportare l'assenza, per un tempo più o meno lungo, di qualsiasi remunerazione dell'investimento, anche i minibond partecipativi rientrano a pieno titolo nel novero delle obbligazioni, in quanto la variabilità riguarda unicamente la remunerazione dell'investimento e non il diritto al rimborso del *tantundem*, elemento indefettibile perché possa riscontrarsi *causa mutui*; e, del resto, il nostro ordinamento conosce anche il mutuo senza interessi.

Cionondimeno, per il tipo obbligazionario in questione si rinviene un contenuto di "partecipatività" (sotto il profilo della modalità della remunerazione) del tutto simile a quello che caratterizza (oltre alle azioni) gli strumenti finanziari partecipativi¹⁷. Come si era già riscontrato a proposito delle obbligazioni subordinate, anche in questo caso i profili di eterogeneità delle due fattispecie subiscono un evidente svilimento. Il giudizio si fa pertanto più articolato «dovendo a tal fine risultare quanto mai puntuale e rigorosa l'analisi di quel tratto comune della "partecipatività", per poter stabilire quando essa venga ad assumere caratteri che da una fattispecie fanno scattare nell'altra»¹⁸.

Pare di poter ritenere, infatti, che la contrapposizione tra una fattispecie di "commisurazione" (intesa come "correlazione", "parametrazione" o "indicizzazione") ed una di "partecipazione" agli utili risulta quanto mai attuale.

In via di prima approssimazione, al di là di evidenti criticità e incoerenze sistematiche della disciplina delle "nuove" obbligazioni partecipative, è possibile affermare che laddove lo strumento in questione denoti una natura finanziaria qualificata da un diritto giuridico al rimborso del capitale conferito (com'è per le obbligazioni), ogni forma di remunerazione (anche di natura "partecipativa") dovrebbe pur sempre considerarsi alla stregua di "interesse" e non come "dividendo"¹⁹.

Se, come ha tenuto a precisare di recente un'autorevole dottrina, tale remunerazione risulta civilisticamente pur sempre qualificabile come "interesse", allora ci si trova innanzi ad una obbligazione; se viceversa quel diritto presenta natura "sociale", rivelando la sua fonte nel

¹⁷ Cfr. M. NOTARI, *Le categorie speciali di azioni e gli strumenti finanziari partecipativi*, cit., 66. La qualificazione degli strumenti finanziari come "partecipativi" ha indotto la dottrina a ritenere che il preciso riferimento sia da ricondurre al fatto che essi "partecipano al contratto sociale", perché incorporano diritti che da esso derivano e che caratterizzano altresì la partecipazione degli azionisti.

¹⁸ Così P. CARRIÈRE, *I minibond e le "nuove" obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, cit., 184. Sul punto cfr., pure, R. COSTI, *Strumenti finanziari partecipativi e non partecipativi*, in *Il nuovo diritto delle società*. Liber amicorum Gian Franco Campobasso, Torino, 2006, 1, 729 ss.

¹⁹ Cfr. P. CARRIÈRE, *I minibond e le "nuove" obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, cit., 187 e 191.

regolamento statutario, allora quella remunerazione è ontologicamente “utile” e ci si trova necessariamente al cospetto di uno strumento finanziario partecipativo; «tale “utile” dovendosi conseguentemente ritenere soggetto alle consuete regole societarie e contabili in ordine alla sua determinazione e distribuzione»²⁰.

La conclusione ora raggiunta pare debba essere tenuta ferma anche alla luce della nuova disciplina in materia di minibond.

4. La rimozione dei limiti quantitativi per l'emissione di obbligazioni

Altro importante tassello della riforma, che a margine di quanto sopra detto si vuole brevemente trattare, consiste nella modifica, sotto il profilo civilistico, dell'art. 2412 c.c., attraverso la rimozione dei limiti quantitativi²¹ generalmente previsti per le obbligazioni emesse da società non quotate (*i.e.*, il doppio del capitale sociale e delle riserve) purché queste:

(i) siano destinate alla quotazione in mercati regolamentati o in sistemi multilaterali di negoziazione;

(ii) diano il diritto di acquistare o sottoscrivere azioni.

La nuova formulazione del comma 5 dell'art. 2412 c.c. (come riformulato dall'art. 32, comma 26, del d.l. n. 83/2012) amplia, pertanto, la platea dei destinatari dell'esenzione, venendo meno il riferimento alle società quotate contenuto nel testo previgente (estensione del requisito soggettivo) e dilata, come anticipato, i tipi di obbligazioni esentati dal limite (estensione del requisito oggettivo).

Nel primo caso, la normativa introdotta con il Decreto Sviluppo sposta il *focus* dalla quotazione della società alla (sola) quotazione delle obbligazioni in un mercato regolamentato o in sistemi multilaterali di negoziazione, a dimostrazione dell'assunto che i presidi informativi previsti da tali piattaforme di negoziazione dovrebbero garantire un livello di tutela

²⁰ Più in generale, precisa P. CARRIÈRE, *I minibond e le “nuove” obbligazioni partecipative: problemi di inquadramento sistematico*, cit., 192, «nell'ambito dello strumento obbligazionario (a cui, lo ripetiamo, è necessariamente e indiscutibilmente sotteso un rapporto di mutuo) la contrapposizione “mera parametrizzazione” - “partecipazione” appare forzata e fuorviante; il fenomeno sottostante è necessariamente il medesimo, senza che ciò possa alterare la natura civilistica di quella remunerazione che è, e non può che essere, quella di interesse convenzionale, con tutto ciò che ne consegue in punto di disciplina, nei diversi ambiti ipotizzabili (civilistico, societario, contabile, fiscale)».

²¹ Ai sensi del primo comma di tale articolo, le società possono emettere obbligazioni per somma complessivamente non eccedente il doppio del capitale sociale, della riserva legale e delle riserve disponibili risultanti dall'ultimo bilancio approvato. Nella previgente disciplina i limiti previsti dal primo e dal secondo comma dell'art. 2412 c.c., sopra richiamati, non trovavano applicazione in relazione all'emissione di obbligazioni effettuata da società con azioni quotate in mercati regolamentati, limitatamente alle obbligazioni destinate ad essere quotate negli stessi o in altri mercati regolamentati.

equivalente per i potenziali investitori. La *ratio* della norma è rinvenibile, pertanto, negli incisivi obblighi informativi (*ex* artt. 113 ss. del d.lgs. 28 febbraio 1998, n. 58 - T.U.F.) e di trasparenza imposti dalla legislazione speciale in relazione alle caratteristiche degli strumenti finanziari oggetto di sollecitazione.

Sempre rimanendo sul terreno dell'interpretazione delle norme – ma, stavolta, guardando in avanti – la decisione di rivedere l'art. 2412 c.c., poteva rappresentare l'occasione per sciogliere altri dubbi che, a differenza di quelli appena illustrati, restano (ancora) irrisolti. Tra questi preme ricordarne uno: giacché l'accesso al regime in deroga avviene sul presupposto che il prestito sia “destinato” alla quotazione, non sembra fuori luogo chiedersi cosa accada nel caso in cui, una volta emesso il prestito oltre il limite dimensionale, l'obiettivo “quotazione” non venga, per qualunque motivo, raggiunto.

Sull'argomento parte della dottrina si è espressa e la conclusione cui è approdata (applicazione analogica dell'art. 2413 c.c.), per quanto certamente condivisibile, sconta, però, un margine di incertezza non eliminabile, tipico delle interpretazioni analogiche. Poiché la norma fa riferimento ad «obbligazioni destinate ad essere quotate», sembra più appropriato sostenere che l'ammissione alla quotazione non costituisca condizione imprescindibile e preliminare al fine di avvalersi della deroga, intervenendo successivamente alla delibera di emissione ed, eventualmente, anche dopo la data di emissione: la società emittente si dovrebbe semplicemente adoperare con le dovute diligenza per conseguire, nel più breve tempo possibile, la quotazione²².

La seconda deroga riguarda, invece, le obbligazioni convertibili (che danno diritto di acquisire ovvero sottoscrivere azioni), in funzione di un incentivo all'accesso da parte del

²² Cfr. M. ONZA, *sub art. 2412*, in N. ABRIANI e M. STELLA RICHTER Jr., *Codice commentato delle società*, Torino, 2010, 1391; L. BENVENUTO, *Azioni, obbligazioni, strumenti finanziari*, Torino, 2011, 210; ASSONIME, *Le innovazioni sulla finanza d'impresa: cambiali finanziarie*, cit., 32. Lo suggerisce anche S. LUONI, *Obbligazioni. Strumenti finanziari. Titoli di debito nelle società di capitali*, Bologna, 2010, 191. Fondamentale, afferma la dottrina, è che la destinazione alla quotazione costituisca elemento chiaro ed essenziale del prestito obbligazionario già al momento della delibera di emissione (eventualmente deducendo la quotazione come condizione per l'emissione delle obbligazioni) e che la società si adoperi diligentemente per far tutto ciò che è in suo potere per ottenerla. Nello stesso senso anche A. GIANNELLI, *Limiti all'emissione*, art. 2412, cit., p. 119 s., secondo cui «le condizioni in presenza delle quali i commi 1 e 2 risultano disapplicati devono sussistere al momento in cui i titoli obbligazionari vengono ad esistenza e non possono quindi essere integrati in una fase successiva»: di conseguenza, «non è possibile che obbligazioni non quotate (né destinate a quotazione), originariamente emesse nel limite di cui al comma 1, siano successivamente espunte dal calcolo di tale limite (“liberando spazio” per nuove emissioni non quotate), a seguito della sopravvenuta quotazione dei titoli, in quanto la quotazione medesima non costituiva elemento essenziale del prestito sin dal momento della delibera di emissione». Inoltre, per le obbligazioni emesse in eccedenza rispetto al limite generale ai sensi del comma 2, la sopravvenuta quotazione non potrà “sanare” la responsabilità degli investitori professionali primi sottoscrittori che le abbiano trasferite a soggetti non altrettanto qualificati».

titolare di capitale di credito al capitale di rischio²³. Il legislatore non specifica se le azioni da sottoscrivere debbano essere quelle dell'emittente ovvero di un'altra società. Al di là di ogni ragionevole dubbio, un'applicazione estensiva della deroga risulta più aderente allo spirito della novella, come è stato sostenuto dal Consiglio Nazionale del Notariato²⁴: «il limite è posto nell'interesse del risparmiatore ed il suo superamento è consentito laddove il titolo venga surrogato con capitale di rischio». Sicché sembra plausibile ritenere che le società per azioni e le società in accomandita per azioni possano emettere obbligazioni che riconoscono ai titolari il diritto di chiedere, in tempi e con modalità prefissate al momento dell'emissione, la conversione delle stesse in azioni della società emittente, secondo il c.d. procedimento diretto di conversione, oppure di un'altra società (solitamente una controllata), secondo il c.d. procedimento indiretto di conversione²⁵.

L'innovazione recata dal Decreto Sviluppo non presenta uno strappo rispetto al passato, ma risponde semplicemente all'esigenza di ampliare (anche quantitativamente) la possibilità del ricorso al prestito obbligazionario. Il limite quantitativo lungi dall'aver funzione di garanzia per i possessori di obbligazioni, opera come limite alla dissociazione tra potere e rischio. La dottrina si riferisce alla necessità di «impedire che la riconosciuta legittimazione delle società per azioni all'indebitamento mediante emissione di titoli di massa determini (o meglio faciliti) una sproporzione tra capitale di rischio e capitale di prestito stabilmente investito nell'attività d'impresa, anche con conseguente alterazione dell'equilibrio economico e finanziario dell'organismo produttivo», pur mantenendo (sullo sfondo) una, sia pur blanda e secondaria, funzione di garanzia. Si è in presenza di un principio sistematicamente analogo al limite di emissione di azioni di risparmio e privilegiate, anche questo determinato con riferimento al capitale.

Tale considerazione si collega all'opinione secondo cui il capitale è provvisto

²³ Secondo la tesi prevalente, la natura giuridica del prestito obbligazionario convertibile è un mutuo con un patto di opzione, ossia di novazione del rapporto di mutuo in "rapporto sociale", per cui con una dichiarazione unilaterale di volontà si ha la possibilità di trasformare il credito derivante dal prestito obbligazionario in partecipazione sociale. Differisce, inoltre, dall'obbligazione con *warrant* che ha, invece, un diritto di opzione autonomo e a sé stante, che mantiene fermo il diritto dell'obbligazione.

²⁴ Come precisato da N. ATLANTE e A. RUOTOLO, *Le modifiche ai limiti all'emissione del prestito obbligazionario (il nuovo comma 5 dell'art. 2412 c.c.)*, Studio n. 143-2014/I del CNN, maggio 2014, 7. Sul tema cfr., pure, V. CIMMINO, *L'emissione di obbligazioni convertibili in azioni*, in *Società*, 2014, 393 ss.

²⁵ Sempre N. ATLANTE e A. RUOTOLO, *Ibidem*, ricordano che in queste ultime due ipotesi «la dottrina ritiene applicabile, sia pur per analogia e nei limiti della compatibilità, la disciplina dell'art. 2420-bis c.c.». Per ulteriori approfondimenti cfr. M. ONZA, *sub art. 2420-bis*, cit., 1428; A. GIANNELLI, *Obbligazioni convertibili in azioni*, art. 2420-bis, in *Commentario alla riforma delle società*, cit., 260 ss.; L. CALVOSA, *sub art. 2420-bis*, in A. NICCOLINI e G. STAGNO D'ALCONTRES (a cura di), *Società di capitali. Commentario*, II, 2004, 867.

primariamente di una funzione produttivistica e solo indirettamente di una finalità di garanzia, posto che, realisticamente, la vera garanzia per i creditori sociali va ricercata nelle potenzialità di creazione di ricchezza della società.